

دور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في دمج الممارسات المسؤولة  
بالشركات – إشارة إلى حالة مجموعة من الدول الأوروبية –  
*The role of socially responsible investment Funds in  
integrating responsible corporate practices  
– Referring to the case of a group of European countries –*

حمود رونق<sup>1</sup> ، قرامز فطيمة الزهرة<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مخبر الابتكار والهندسة المالية (INIF)، جامعة أم البواقي (الجزائر)،  
raounek.hammoud@univ-oeb.dz

<sup>2</sup> مخبر المحاسبة، المالية، الجباية والتأمين (COFIFAS)، جامعة أم البواقي (الجزائر)،  
fatimazohra.gramez@univ-oeb.dz

تاريخ الاستلام: 2023/02/19 تاريخ قبول النشر: 2023/06/10 تاريخ النشر: 2023/06/30

**المخلص:** تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في دمج الممارسات المسؤولة بالشركات مع الإشارة إلى حالة مجموعة من الدول الأوروبية، وهي تفترض وجود مزجا بين عدة إستراتيجيات ويتعلق الأمر بكل من استراتيجية الفحص السلبي واستراتيجية الفحص الإيجابي واستراتيجية المشاركة والتصويت. توصلت الدراسة إلى أن صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا تطبق مزجا بين عدة إستراتيجيات لكي تنجح في إعادة توجيه سلوك الشركات لصالح الممارسات المسؤولة، ويرتبط اختيار هذا المزج بالمنطقة الجغرافية ونوع القطاع المستهدف. **الكلمات المفتاحية:** صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا، إستراتيجية الفحص السلبي، إستراتيجية الفحص الإيجابي، إستراتيجية المشاركة والتصويت. تصنيف JEL: G11، M14.

**Abstract:** This study aims to highlight the role of socially responsible investment funds in integrating responsible corporate practices with reference to the case of a group of European countries, and presupposes a combination of several strategies, It concerns each of negative screening strategy positive screening strategy engagement and voting strategy.

The study found that socially responsible investment funds blend several strategies to succeed in reorienting corporate behaviour in favor of responsible practices, and the choice of such blending is linked to the geographical area and the type of sector targeted.

**Keywords:** Socially responsible investment funds, Negative screening strategy, positive screening strategy, engagement and voting strategy.

**Jel Classification Codes:** G11, M14.

\* المؤلف المرسل: حمود رونق

## 1. مقدمة:

يعتبر تطور المفاهيم الاقتصادية استجابة لتطور القضايا الاجتماعية والبيئية فتطور مفهوم المسؤولية الاجتماعية في القرن الثامن عشر كان استجابة لتصاعد ضغوط النقابات العمالية الهادفة إلى تحسين أوضاع العمل (السبب الرئيسي)، في حين شكلت القضايا المناخية الدافع الأكبر لتطور مفهوم الاستثمار المسؤول اجتماعيا، هذا الأخير الذي اعتبرته دراسة (Jedy & S.B. Kamashetty, 2021, p29) أحد مراحل تطور مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات؛

يشمل الاستثمار المسؤول اجتماعيا مجموعة واسعة من القطاعات كقطاع التمويل الأصغر وقطاع التمويل الإسلامي، وأنواع مختلفة أيضا من الوسائط كشركات الخدمات المالية والمؤشرات الأخلاقية وصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا. هذه الأخيرة تشكل النسبة الأكبر من الأموال المسؤولة ما جعلها محور دراسات الاستثمار المسؤول.

إن إضفاء صفة "المسؤولية الاجتماعية" على صناديق الاستثمار تدل على أن عملية إدارتها لمحافظها لصالح المستثمرين الأخلاقيين تحترم المعايير البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات (ESG)، بمعنى أن هذه الصناديق تشتري بأموال محافظها -المكونة من أموال المستثمرين الأخلاقيين- أسهم الشركات التي تلي هذه المعايير، وعلى هذا الأساس فالمنطق يشير إلى أن الشركات التي تتورط في القضايا البيئية والأخلاقية تقصى من عملية الاستثمار.

يتناقض المنطق السابق مع هدف تحقيق الأرباح بحجة أن هذا الهدف رئيسي بالنسبة لصناديق الاستثمار المسؤولة أيضا ولا ينحصر في صناديق الاستثمار التقليدية، فلو أقصت صناديق الاستثمار المسؤولة مثلا كل الشركات النفطية المسببة لانبعاثات الكربون السامة من الاستثمار ستتأثر أسعار أسهم هذه الشركات سلبا بل وتتأثر أيضا أرباح صناديق الاستثمار المسؤولة بما فيها أرباح المستثمرين الأخلاقيين المساهمين بالصندوق نظرا للوزن المهم لقطاع الشركات النفطية في عالم الاستثمار؛ كما يتناقض أيضا مع هدف الصناديق المسؤولة اجتماعيا\* المتمثل في دمج الممارسات المسؤولة

\* تستعمل هذه الدراسة مصطلح صناديق الاستثمار المسؤولة كمرادف لصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا بهدف التقليل من التكرار المستمر للمصطلح.

بالشركات - وهو الهدف الجوهرى الذي تتميز به عن الصناديق التقليدية - فبالرجوع إلى المثال السابق فإن إقصاء هذه الصناديق للشركات النفطية يُسقط حصتها التساهمية بها ما يعنى عدم استفادتها من حقها كمساهم للتأثير في قرارات الشركة وإعادة توجيه سلوكها لصالح القضايا البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات، وفي ظل هذا التصور يستحيل أن تحقق صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا هدفها المالى والاجتماعي من خلال استراتيجية الإقصاء. إن الهدف الاجتماعى لصناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا هو محور تركيز هذه الدراسة وفي ظل التصور السابق نطرح التساؤل الرئيسى للدراسة كما يلي: كيف تساهم صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا في دمج الممارسات المسؤولة بالشركات؟

تفترض الدراسة أن صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا تطبق مزجا بين عدة استراتيجيات - تتعدى الإقصاء- لتحقيق التوافق بين هدفها المالى باعتبار نشاطها يقوم على عملية الاستثمار، وهدفها البيئى والاجتماعي والحوكمي (دمج الممارسات المسؤولة) باعتبارها مسؤولة اجتماعيا، وبُنِي هذا الافتراض من منطلق واقع هذه الصناديق التي زاد عددها بمقدار 277 صندوق جديد حول العالم خلال الربع الأول فقط من سنة 2022 وبأصول 2.77 تريليون دولار خلال نفس الفترة، بينما حوّل 63 صندوق تقليدي إلى مسؤول بالمنطقة الأوروبية سنة 2021 (morningstar, 2022, pp1,12)، فزيادة عددها ونمو حجم أصولها - بل وتحويل الصناديق التقليدية إلى مسؤولة - إنما يدل على نجاح هذه الصناديق هذا النجاح الذي نفترض (كما ذكرنا سابقا) أنه يرتبط بوجود مزجا بين عدة استراتيجيات تتعدى الاستراتيجية الإقصائية.

معظم دراسات صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا هي دراسات تقييمية لها (مقارنتها عادة بصناديق الاستثمار التقليدية) بينما تم توجيه الاهتمام بشكل أقل إلى الدراسات القاعدية التي تهتم بإبراز دور هذه الصناديق في دمج الممارسات المسؤولة بالشركات وبشكل هامشي إلى إبراز هذا الدور من خلال تحليل استراتيجيات هذه الصناديق، وعلى غرار هذه الدراسة ناقشت بعض الدراسات السابقة موضوع استراتيجيات صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا أهمها (Capannoli, 2019; Jamróz, 2017; Sulik-Górecka & Rubik, 2018; Wagemans & al., 2013)، إلا أن لكل

دراسة سياق بحثي معين، فبينما ناقشت دراسة (Jamróz, 2017) هذه الاستراتيجيات في سياق وصف هيكل السوق الأوروبي أين كان تركيزها على وصف نمو أصول وعدد هذه الصناديق أكبر من تركيزها على وصف الاستراتيجيات، وفي سياق قريب من هذه الدراسة حللت أيضا دراسة (Sulik-Górecka & Rubik, 2018) استراتيجيات الصناديق البولندية بشكل عام بينما ركزت على تحليل صافي أصولها وقد تميزت عن الدراسة السابقة بتعميقها لعملية التحليل في هذا الجزء (صافي الأصول) حيث لم تكفي بتحليل فردي لصافي أصول الصناديق المسؤولة بل ذهبت إلى مقارنتها بنظيرتها التقليدية، في حين اهتمت دراسة (Wagemans al., 2013) بتحليل العوامل التي تتحكم في نجاح استراتيجيات الاستثمار المسؤول في التأثير على الأداء البيئي والإجتماعي والحوكمي للشركات من خلال مراجعة شاملة للدراسات السابقة، أما دراسة (Capannoli, 2019) اكتفت بتعريف الاستراتيجيات وتحليل تطورها بصفة عامة في السوق الأوروبية ثم مقارنتها مع أسواق عالمية مختارة؛

**ستهدف** هذه الدراسة إلى مراجعة موضوع الاستراتيجيات في سياق إبراز دور صناديق الاستثمار المسؤولة في دمج الممارسات المسؤولة بالصناديق، وفي هذه الحالة وعلى خلاف (Jamróz, 2017) و (Sulik-Górecka & Rubik, 2018) ستركز هذه الدراسة على توضيح كيفية استغلال صناديق الاستثمار المسؤولة لاستراتيجياتها في دمج الممارسات المسؤولة بالشركات، بينما ستستغل وصف نمو أصول وتدفقات وعدد هذه الصناديق لدعم فكرة الطلب عليها وأهميتها.

وقد اعتمدت هذه الدراسة بشكل رئيسي على بيانات تقرير اليوروسيف لسنة 2018\* بينما اعتمد كل من (Jamróz, 2017) و (Sulik-Górecka & Rubik, 2018) على تقرير سنة 2016 وسنة 2012 بالنسبة ل (Wagemans & al., 2013) وقد حللت هذه الدراسة نمو الاستراتيجيات في اثني عشر دولة أوروبية بينما اکتفی

\* تقرير الاستثمار المسؤول اجتماعيا (Eurosif SRI Study)، يصدر كل سنتين عن المنتدى الأوروبي للاستثمار المستدام (Eurosif)، ويعتبر تقرير سنة 2018 آخر تقرير حاليا يفصل في إحصائيات استراتيجيات الاستثمار المسؤول وهو ما يفسر عدم اعتماد هذه الدراسة على تقرير الاستثمار المسؤول اجتماعيا لسنتي 2020 و 2022.

(Jamróz, 2017) بست دول، في حين ركز (Sulik-Górecka & Rubik, 2018) على دولة بولندا فقط أما دراسة (Capannoli, 2019) فقد حلت تطور الاستراتيجيات في خمس أسواق عالمية خارج المنطقة الأوروبية.

## منهج الدراسة

إنّ هدف الدراسة المتمثل في مراجعة وتحليل لكيفية استغلال صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا لكل من استراتيجيتنا الفحص الإيجابي والسلبي واستراتيجية المشاركة والتصويت لدمج الممارسات المسؤولة بالشركات يتناسب مع النهج النوعي بحجة أن هذا النهج يبحث في العمق وليس الإتساع (Ambert & al., 1995, p880) وهو ما تهدف إليه الدراسة. لهذا النهج عدة أساليب بحث كدراسة الحالة، الاستبيانات، المقابلات، تحليل المحتوى، هذا الأخير (تحليل المحتوى) يستخدم على نطاق واسع في أبحاث المسؤولية الاجتماعية والبيئية للشركات (Kraiem, 2010, pp26,27)، وبحكم أن هذه الدراسة تراجع بشكل تقليدي الأدبيات السابقة (Traditional literature review) وتحلل محتوى بيانات عدة تقارير أهمها تقرير اليوروسيف لسنة 2018، وتقرير مورنينغستار لسنة 2022 فإنها تستخدم تحليل المحتوى النوعي كأسلوب بحث.

مما سبق فالدراسة تعتمد النهج النوعي وتستخدم تحليل المحتوى النوعي كأسلوب بحث، وقد تم هيكلة هذه الدراسة على أربعة أقسام كما يلي: القسم الأول: تقديم وطرح إشكالية الدراسة، القسم الثاني: مراجعة مختصرة لمفهوم وتطور الإستثمار المسؤول اجتماعيا ودوافع الطلب عليه من وجهة نظر الفرد والشركة، القسم الثالث: مراجعة مختصرة لمفهوم وتطور الصناديق المسؤولة وتحليل الاستراتيجيات الثلاثة في المنطقة الأوروبية، القسم الأخير عرض نتائج وأفاق الدراسة.

## 2. الاستثمار المسؤول اجتماعيا

### 1.2 مراجعة مختصرة للمفهوم والتطور

يعبر الاستثمار المسؤول اجتماعيا عن استراتيجية الاستثمار التي تراعي معايير الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات (ESG) والهادفة إلى توليد نمو مستدام

لتحقيق تأثير إيجابي (Jedy & S.B. Kamashetty, 2021, p29)، وهي إستراتيجية إستثمار ليست جديدة فجزورها تعود إلى الحركات الدينية المختلفة أوائل القرن التاسع عشر (Berry & Junkus, 2013, p707) وتعمل الشركات هذه الإستراتيجية من خلال الإستثمار في صناديق ذات معايير واضحة تتعلق بالمسؤولية الاجتماعية للشركات (Li & al., 2021, np)، فهذه الصناديق المسؤولة هي الأداة الرئيسية لتجسيد الإستثمار المسؤول اجتماعيا (Petrillo & al., 2016, p542)، وفي هذا الصدد من المهم أن نشير إلى أن صناديق الإستثمار الإسلامية تعتبر مجموعة فرعية من الإستثمارات المسؤولة كونها مصممة وفقا للمبادئ الأخلاقية (Charfeddine & al., 2016, p3؛ سهى نبيل السنيح 2014، ص60)، كما أنها تتبنى نفس إستراتيجية استبعاد الشركات الغير مسؤولة التي تعتمدها الصناديق المسؤولة (نتطرق إليها في القسم 3)، إلا أنها تختلف في معايير الفرز والتي يجب أن تتوافق مع الشريعة الإسلامية (Charfeddine & al., 2016, p3).

على غرار صناديق الإستثمار المسؤولة اجتماعيا يغطي الإستثمار المسؤول مجموعة واسعة من وسائل أو وسائل الاستدلال عليه أهمها شركات الأبحاث والتي تختص في جمع معلومات الإستثمار المسؤول وتحليلها لفائدة العملاء، كشركة جانترزي المزودة بقاعدة بيانات مجالات معينة للمسؤولية الاجتماعية للشركات حيث يضم كل مجال مجموعة من الأنشطة التي تعكس ما يجب أن تصرح به الشركات (Berry & Junkus, 2013, p709).

من بين الوسائل المهمة أيضا نذكر المؤشرات المسؤولة اجتماعيا حيث يمكنها دورها كوسيط من تطوير قطاع الإستثمار المسؤول بالشركات، بحجة أن هذه الشركات تقدم طلب الانتماء للمؤشرات المسؤولة اجتماعيا بهدف نشر نتائج أعمالها وقبول انتمائها بمثابة اعتراف هذه المؤشرات باهتمام الشركات بقضايا البيئة والمجتمع والحوكمة وهو ما يشكل ختم جودة يعزز سمعة الشركات لدى المستثمرين (Charlo & al., 2015, pp278,279). وتختلف المعايير التي تقيم بها المؤشرات أداء الشركات الاجتماعي فعلى سبيل المثال يقترح مؤشر داو جونز للاستدامة مجموعة معايير منها تطوير رأس المال البشري، تطوير علاقات المستثمرين وتقييم حوكمة الشركات (Lo'pez & al., 2007, p289) في حين يضمّ مؤشر دوميبي الاجتماعي الشركات التي تلتزم بالإجراءات

البيئية أو الاجتماعية ويرفض طلب انضمام الشركات التي تستثمر في إنتاج التبغ والكحول (Adam & Shavit, 2008, p100).

تنفق الأدبيات حول هذا الموضوع بأن سوق الاستثمار المسؤول اجتماعيا يشهد نمو وتطور سريع للغاية منها (Alda, 2021; Li & al., 2021; Niblock & al., 2020; Mubarak, 2022; Renneboog & al., 2011; Schröder, 2004) كما أنه يشكل قوة رئيسية في تكوين أسواق رأس المال العالمية (GSIA, 2021, p4) فهو يساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية ويعزز المشاركة الدولية في أسواق رأس المال المحلية (Jain & al., 2019, p1)، وهو ما يرشحه إلى أن يكون نظام اقتصادي أكثر استدامة وطويل الأجل (Losse & Geissdoerfer, 2021, p2).

وقد أشار تقرير الاستثمار المستدام لسنة 2020 الصادر كل سنتين عن هيئة التحالف العالمي للاستثمار المستدام أن الأموال المسؤولة المدارة في كل من أوروبا، كندا وأستراليا واليابان بلغت 35.3 تريليون دولار بنسبة نمو 15% في غضون عامين ونسبة 55% خلال الأربع سنوات الأخيرة (GSIA, 2021, p5)، ويتوقع أن يستمر هذا النمو بوتيرة أكبر خلال الفترات المستقبلية نظرا للتطورات التنظيمية والسياسية التي شكلت ضغطا قويا لدفع الطلب على الاستثمارات المسؤولة (Ielasi & Rossolini, 2019, p1) وقد تعددت أشكالها - بين أوامر مباشرة أو تعهدات دولية عالية المستوى تُبنى بصراحة الإجراءات التي سيتم اتخاذها - فنجد إلزام أوروبا جميع مديري الاستثمار بدمج مخاطر الاستدامة في استثماراتهم بموجب خطة عمل التمويل المستدام التي نشرت سنة 2018، وتعهد اليابان بخفض انبعاثات غازات الاحتباس الحراري إلى الصفر بحلول سنة 2050 وإصدار لجنة الأوراق المالية بالولايات المتحدة سنة 2021 طلبا للحصول على معلومات حول إفصاحات مخاطر المناخ وحوكمة البيئية (GSIA, 2021, pp15,16,20) كما يمتد تأثير التطورات التنظيمية والسياسية بشقه السلبي على الأموال الغير مسؤولة فقد توصل (Ielasi & Rossolini, 2019, p10) إلى أن أحداث قمة المناخ الواحد والعشرون بباريس (COP21) أثرت إيجابيا على عوائد صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وسلبيا على عوائد صناديق الاستثمار الغير مسؤولة اجتماعيا (التقليدية) بأوروبا.

## 2.2 دوافع الطلب على الاستثمار المسؤول اجتماعيا

### 1.2.2 من وجهة نظر المستثمر الفردي

تعتبر القيم الشخصية للأفراد المقترنة بالمعتقدات الدينية أو السياسية دافعا للطلب على الاستثمارات المسؤولة (von Wallis & Klein, 2015, np)، لدرجة استعدادهم للتضحية بجزء من مكاسبهم المالية إذا تحقق الأثر الإيجابي البيئي والاجتماعي للأموال المسؤولة (Brzezczynski & McIntosh, 2014, p335) فقد أبدى بعض المستثمرين في صناديق التجزئة المسؤولة اجتماعيا استعدادهم لقبول عوائد مالية أقل كسعر يستحق التضحية من أجل الاستثمار بما يتماشى مع ضميرهم (Cowton, 2018, p296)، كما يمكن أن يكون الطلب على الأموال المسؤولة مدفوعا بالتغير الإيجابي لسلوك المستثمر التقليدي اتجاه الاستثمار المسؤول نظرا لزيادة وعيه بقضايا (ESG) حيث أصبح يوجه استثماراته نحو الشركات التي تتبنى أنشطة مفيدة للمجتمع أو محافظة للبيئة (Alda, 2021, p1; Petrillo & al., 2016; p541)، وقد كان لأحداث كل من كارثة بوبال الصناعية في الهند وتشرنوبيل النووية بأوكرانيا وإكسون فالديز النفطية بمضيق الأمير ويليام في الثمانينات - وفي ظل تغطية إعلامية واسعة - دافعا قويا جعل العديد من المستثمرين يفكرون بمسؤولياتهم البيئية (Camilleri, 2021, np) ولعل هذا يُبرز الدور المهم للتغطية الإعلامية لسلوك الشركات الغير الأخلاقي في زيادة وعي المستثمرين (Friedman & Miles, 2001, p524).

إن وعي وتغير سلوك الفرد سيشكل بدوره قوة ضاغطة على الشركات التي تتصف باللامسؤولية الاجتماعية، من خلال ما يمكنه ممارسته كالمظاهرات والدعوى لمقاطعة منتج معين (العابد، 2014، ص 102).

### 2.2.2 من وجهة نظر الشركة

تتدفع الشركة عادة نحو الاستثمارات المسؤولة لإدراكها أهميتها والتي من المتوقع أن تحقق لها عوائد أفضل معدلة حسب المخاطر (Jain & al., 2019, np)، فضلا عن كونها أداة تسويق فعالة تدعم تنافسيتها. إلا أن هناك جدل مستمر حول دمج الشركات للاستثمارات المسؤولة حيث يبرز في الأوساط الأكاديمية رأيين متضادين: الرأي الأول يقوده فريدمان والذي يعتبر تحقيق الأرباح المسؤولة الوحيدة للشركات (Lin & al.,



(2009, pp56,57) ويقصد فريدمان أن الشركات ملزمة بالحد الأدنى فقط من الالتزامات القانونية كتجنب الخداع والاحتيال واحترام القوانين (Hill & al., 2007, p165)؛ يستند داعمي هذا الرأي إلى حجة مفادها أن دمج الاستثمارات المسؤولة سيخلق تكاليف إضافية للشركات على حساب المساهمين (Mackey & al., 2007, p817)، حجة ثانية مفادها أن إقصاء الشركات المسؤولة للاستثمارات الغير أخلاقية من محافظها سيقبل من بدائل استثمارها وبالتالي لن تحقق التنوع الفعال وستزيد مخاطرها ويكون أدائها ضعيف وهذا ما نصت عليه نظرية المحفظة (Badía & al., p2, 2020; Lee & al., 2010, p351; Bello, 2005, p42) وفي سياق نظرية المحفظة توصلت دراسة (Lean & al., 2015, p11) إلى أن انخفاض التنوع في الأموال المسؤولة لا يعيق الأداء المالي وهذا بعد فحص أداء 500 و 248 صندوق استثمار مسؤول اجتماعيا بأوروبا وأمريكا الشمالية على التوالي.

أما الرأي الثاني فيدعم بشدة سلوك الشركات المسؤول لدرجة يرى فيها أنه يمكن تقديم مصلحة أصحاب المصلحة على مصلحة حاملي الأسهم (Mackey & al., 2007, p817) يتوافق هذا الرأي مع نظرية أصحاب المصلحة (فريمان 1984) والتي تنص على أن تعظيم مصلحتهم قد تؤدي إلى زيادة إنتاجية الشركات وقيمتها (Lee & al., 2010, pp 351,352)، حجة أخرى يدعم بها الرأي الثاني موقفه وتنص على أن محافظ الاستثمار المسؤولة اجتماعيا تضم أسهم الشركات ذات الأداء الجيد في القضايا الاجتماعية بينما تستثني أسهم الشركات التي من المرجح أن يتسبب أداءها الاجتماعي السلبي في نشر معلومات سوقية سلبية عنها والتي ستكون عالية التأثير على أسهمها ومنه فقوة صمود الاستثمارات المسؤولة ستزيد في فترات الأسواق الهابطة حتى وإن كان على حساب الأداء الضعيف خلال الأسواق الصاعدة (Nofsinger & Varma, 2014, p3) إضافة إلى ما سبق وعلى اعتبار أن اختيار أسهم الشركات ذات الأداء الاجتماعي الجيد يعكس المهارات الإدارية للشركات فإن مديري المحافظ المسؤولة يستفيدون من أدائها المنفوق (Badía & al., 2020, p2). إن الأداء الاجتماعي القوي لاستثمارات الشركات المسؤولة اجتماعيا وفعالية إدارتها يعوض المستثمرين المسؤولين عن أي خسارة محتملة في تنوع المحفظة الاستثمارية (Lee & al., 2010, p352).

## 3. صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا

## 1.3 مراجعة مختصرة للمفهوم والتطور

يستخدم مصطلح "صندوق" للإشارة إلى أموال المستثمرين المجمع في محافظ والموجهة لشراء أسهم معينة بقرار من مدير الصندوق (Petrillo & al., 2016, p542) فإذا كان الصندوق مسؤول اجتماعيا سيفحص محافظه بناء على معايير (ESG) (Renneboog & al., 2008, p303) وسيتيح فرصة للعديد من المستثمرين الذين يسعون لتحصيل مكاسب مالية من محفظة تتوافق مع ضميرهم الاجتماعي (Lee & al., 2010, p351)، وبذلك تتميز هذه الصناديق عن نظيرتها التقليدية في كونها تأخذ بعين الاعتبار بعد مزدوج عند تنفيذ استثماراتها بعد مالي كما هو الحال بالنسبة لصناديق الاستثمار التقليدية وبعد بيئي واجتماعي وحوكمي (López-Arceiz & al., 2018, p260) وقد تم إنشاء أول صندوق من هذا النوع في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1971 (Petrillo & al., 2016, p1156)، هذه الأخيرة تمثل حاليا ثاني أكبر سوق لصناديق الاستثمار المسؤولة بقيمة أصول 343 مليار دولار أمريكي سُجلت خلال الربع الأول من سنة 2022، بينما تسيطر المنطقة الأوروبية على السوق بقيمة أصول 2.28 تريليون دولار أمريكي خلال نفس الفترة، وبالرغم من أن سوق صناديق الاستثمار المسؤولة يعتبر صغير جدا مقارنة بسوق صناديق الاستثمار التقليدية إلا أنها أكثر مرونة في مواجهة الأزمات العالمية فقد انخفضت تدفقات الأموال إلى صناديق الاستثمار التقليدية الأمريكية والأوروبية مع بداية أزمة كورونا من 20 و165 مليار دولار على التوالي سجلت خلال الربع الأخير من سنة 2019 إلى حوالي 1 و(-200) مليار دولار سجلت خلال الربع الأول من سنة 2020، في حين استقرت تدفقات الأموال إلى صناديق الاستثمار المسؤولة الأمريكية في حدود 15 مليار دولار خلال نفس الفترة، وانخفضت من 55 مليار دولار إلى 35 مليار دولار بالنسبة للصناديق المسؤولة الأوروبية، ويعتبر انخفاض هذه الأخيرة مقبول مقارنة بنظيرتها التقليدية.

إن انتشار صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا لا يقتصر على إصدار صناديق استثمار مسؤولة جديدة فقط بل تحويل صناديق الاستثمار التقليدية أيضا إلى صناديق مسؤولة وهذا من أجل مواجهة الطلب المتزايد على الأموال المسؤولة، وتتم هذه العملية من خلال إدماج معايير (ESG) في سياسة استثمار الصناديق التقليدية ثم تغيير اسمها -

للترويج لها - بشكل يدل على صفتها المسؤولة فمثلا نجد كلمة (ESG) في اسم هذه الصناديق، وقد أصدرت أوروبا وأمريكا 727 و132 صندوق استثمار مسؤول جديد على التوالي خلال سنة 2021، بينما تم تحويل 63 صندوق استثمار تقليدي أوروبي وصندوقين استثماريين أمريكيين إلى صناديق مسؤولة خلال الربع الأول من سنة 2022 (morningstar, 2022, pp5,9,10,12,15,18,19,20).

### 2.3 إستراتيجيات صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا لدمج الممارسات المسؤولة بالشركات في مجموعة من الدول الأوروبية

تمارس مختلف وسائل الاستثمار المسؤول استراتيجيات متعددة تهدف إلى التأثير على سلوك الشركات (Friedman & Miles, 2001, p542) حددت (Silvola & Landau, 2021, p20) خمس استراتيجيات بينما ذكر منتدى الاستثمار الأوروبي (اليوروسيف) سبع استراتيجيات. هذا الاختلاف في تعداد الاستراتيجيات يرتبط بتطور مفهوم الاستثمار المسؤول عبر الزمن، فعلى سبيل المثال كانت تنتشر استراتيجية الفحص السلبي فقط في بداية ظهور المفهوم، كما يرتبط أيضا باختلاف المنطقة الجغرافية فمثلا تسيطر استراتيجية المشاركة بنسبة 60.3% في بريطانيا بينما تسيطر في فرنسا استراتيجية الفحص الإيجابي بنسبة 65.3% (Jamróz, 2017, pp81,86). نحدد في هذه الدراسة ثلاث استراتيجيات، اثنان منها تقومان على عملية الفرز أو الفحص والتي يعبر عنها أيضا في بعض الدراسات بمصطلح الفلترة كدراسة (سهى نبيل السنيح 2014) أما الثالثة تقوم على أساس المشاركة والتصويت وفيما يلي تفصيل في كل منها:

#### 1.2.3 إستراتيجية الفحص السلبي

لفهم مبدئ عملية الفحص السلبي لا بد أن نشير إلى مفهوم عملية فحص استثمارات الشركات بصفة عامة والتي تقوم بها صناديق الاستثمار المسؤولة -وباقى الوسطاء- لفائدة المستثمرين الأخلاقيين الذين يلجؤون لهذه الصناديق لارتباط عملية الفحص بقيود الوقت والتكلفة والخبرة المرتبطة بقطاع الاستثمار المسؤول (Niblock & al., 2020, p2).

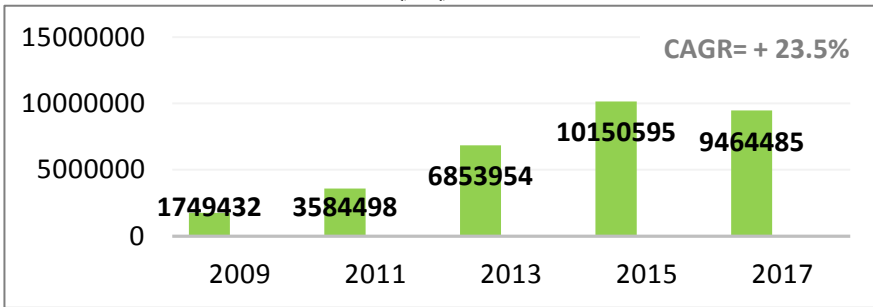
يعرف الفحص على أنه عملية اختيار أسهم الشركات لتكوين محافظ نقية تلبي معايير الاستثمار المسؤول اجتماعيا (سهى نبيل السنيح، 2014، ص56) ويهدف مدير

الصندوق من هذه العملية إلى التأكد من أن الأصول التي اشتراها لفائدة المستثمرين الأخلاقيين تلبى معايير أخلاقية معينة (Lee & al., 2010, pp 351,352).

يعتبر **الفحص السلبي** أقدم إستراتيجية تتبعها وسائط الاستثمار المسؤول (Capannoli, 2019, p53; Silvola & Landau, 2021, p17) الشركات التي لا تلبى المعايير الأخلاقية والاجتماعية والبيئية من عالم الإستثمار (Renneboog & al., 2008, p1728)، وقد تتعداه إلى إقصاء قطاع أو بلد بكامله، كما أن إستراتيجية الفحص السلبي لا تقتصر على عملية إقصاء الشركات فقط بل سحب الاستثمارات منها أيضا وإعادة توجيهها خاصة بالنسبة للشركات التي تشكل خطر على تغيرات المناخ البيئي العالمي، ولعملية سحب الاستثمارات مميزات متعددة، فضلا عن كونها سهلة التنفيذ فهي بالغة التأثير على سمعة الشركة، وقد أثبت الواقع أن العديد من استثمارات الفحم والنفط لم تعد مغرية من الناحية المالية بعد سحب الاستثمارات منها (Eurosif, 2018, pp22, 25).

في حالة المنطقة الأوروبية نمت استراتيجية الفحص السلبي بشكل ملحوظ فكما يتضح من **الشكل 1** بلغت الاستثمارات المقصية ذروتها سنة 2015 بقيمة 10.15 تريليون يورو، وبمعدل نمو مركب (CAGR) تجاوز 23.5% خلال ثماني سنوات (2009-2017) بينما قدرت نسبته ب 20% و 14% على التوالي لكل من استراتيجيتنا الفحص الإيجابي والمشاركة ومنه يتضح أنها الاستراتيجية الرائدة في المنطقة الأوروبية.

**الشكل 1: تطور إستراتيجية الفحص السلبي في أوروبا خلال الفترة 2009-2017**

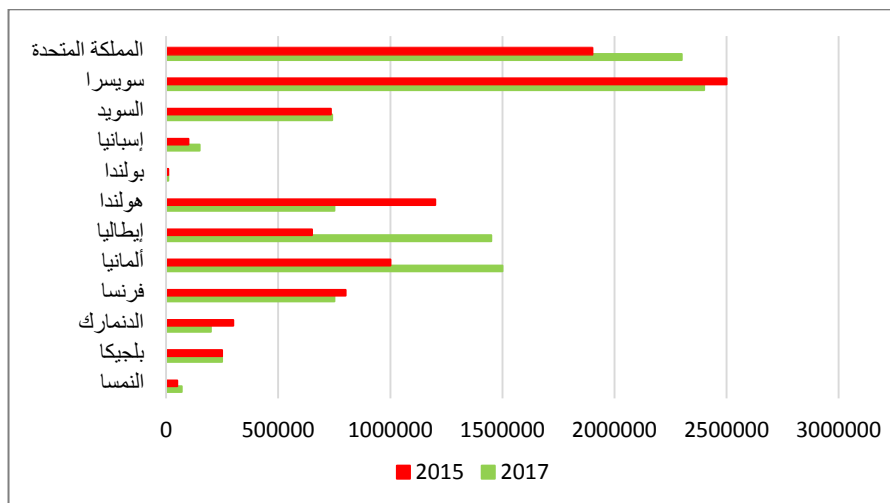


المصدر: (Eurosif, 2018, p23).

أما فيما يخص نمو الفحص السلبي في كل بلد أوروبي فيتضح من **الشكل 2** تصدّر سويسرا تطبيق عملية الفحص مقارنة بباقي البلدان حيث أقصت ما قيمته 2.5

تريليون يورو من الاستثمارات سنة 2017، إلا أن ألمانيا وإيطاليا والمملكة المتحدة تفوقتا على سويسرا فيما يخص نمو تطبيق الاستراتيجية في نفس الفترة السابقة خاصة بالنسبة لإيطاليا التي حققت نمو ب 154% خلال سنتين بقيمة 1.5 تريليون يورو تقريبا سنة 2017، أما الانخفاض فهو ملاحظ في كل من الدنمارك وهولندا بنسبة 31% و 35% على التوالي؛ وقد أشارت اليوروسيف أن التراجع في سويسرا وهولندا يرتبط بشكل مباشر بأمر فنية تتمثل في انخفاض الخبراء المشاركين في إعداد التقرير (Eurosif, 2018, p23)، كما فسرت أن النمو السريع في الإقصاءات لا يرتبط فقط باستهداف عدة قطاعات بل بتوسيع قائمة أنواع الأصول المقصات وهي سياسة اتبعتها المملكة المتحدة (Eurosif, 2016, p26).

### الشكل 2: تطور إستراتيجية الفحص السلبي في عدة بلدان أوروبية خلال سنتي 2015 و2017



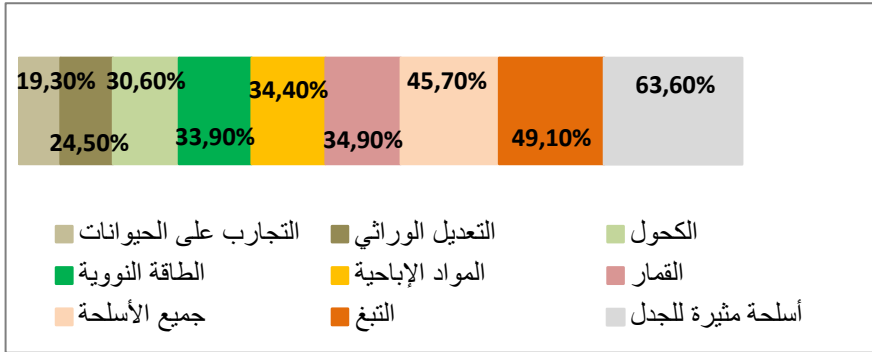
المصدر: (Eurosif, 2018, p23).

إن معايير الفحص وكتافتها تختلف بدرجة كبيرة بين صناديق الاستثمار نظرا لاختلاف قيم المستثمرين وأيديولوجياتهم (Lee & al., 2010, p352)، على سبيل المثال صندوق أمانة الإسلامي يختار إستثماراته بما يناسب متطلبات الشريعة الإسلامية ولذلك فهو يقصي من محفظته الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (AMP Capital Investors Sustainable) بينما صندوق (https://www.saturna.com/amana) يقصي الأوراق المالية ذات الدخل الثابت

بالرغم من أنه هو الآخر صندوق مسؤول (https://www.ampcapital.com/au/en/capabilities/responsible-investment)، ومع اختلاف معايير الفرز فأغلب الصناديق المسؤولة تتفق على تطبيق الاستراتيجية الإقصائية بنسبة كبيرة في صناعات معينة (Statman, 2000, p31) وفي سياق المثال السابق فالصندوقين الإسلامي والأسترالي يتفقان على إقصاء صناعات التبغ والأسلحة بالرغم من إختلافهما حول استثمارات الدخل الثابت (ارجع لموقع الصندوقين أعلاه).

في حالة المنطقة الأوروبية يوضح الشكل 3 عينة عن أهم الشاشات الإقصائية حيث تتفق المنطقة على إقصاء الشركات التي تنشط أو تدعم الأسلحة المثيرة للجدل بنسبة 63.60% والتبغ وباقي الأسلحة بنسبة 49.10% و45.70% على التوالي، ثم القمار والمواد الإباحية والطاقة النووية بنسب متقاربة في حدود 34%، ثم تليها بنسبة أقل كل من الكحول التعديل الوراثي والتجارب على الحيوانات بنسب 30.60%، 24.50%، 19.30% على التوالي.

الشكل 3: أهم الشاشات الإقصائية في المنطقة الأوروبية



المصدر: (Eurosif, 2018, p24).

بالإضافة إلى ما سبق تدمج أيضا الشاشات الإقصائية وعلى نطاق واسع المجالات التالية: الوقود الأحفوري، قطع الأشجار، انتهاكات حقوق الإنسان والعمال (Niblock & al., 2020, p3)، وقد جادل بعض المستثمرين بأن تطبيق الاستراتيجية الإقصائية لوحدها لن ينجح في التأثير على سلوك الشركات بحجة أن المستثمر المتخلي عن الاستثمار في شركة غير أخلاقية سيتترك الفرصة لمستثمر آخر غير أخلاقي، وبالتالي يقترحون أن فعالية الاستراتيجية الإقصائية تتحقق بتكاملها مع استراتيجية المشاركة والتصويت، وهو

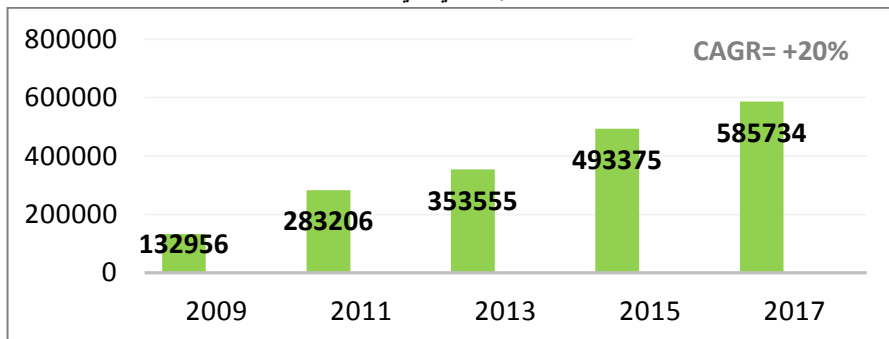
يعني أن المستثمر المسؤول لا بد وأن يحتفظ ببعض أسهم الشركات الغير الأخلاقية بهدف استغلال حقوقه كمساهم لإعادة توجيه سلوكها (Eurosif, 2018, p22).

### 2.2.3 إستراتيجية الفحص الإيجابي

وتسمى أيضا "استراتيجية الأفضل في فئته" (Capannoli, 2019, p55; Silvola & Landau, 2021, p20) تعتبر هذه الاستراتيجية أقل صرامة من الاستراتيجية الإقصائية (Jones & al., 2008, p182)، بموجبها وبدل إقصاء الشركة مباشرة يتم اختيار الشركات القادرة على الحصول على أفضل درجات في مجالات (ESG) (Silvola & Landau, 2021, p55)، وهو يعني التجاوز عن بعض السمات السلبية في الشركات، وفي هذه الحالة يطلق على المحفظة المكونة من أسهم هذه الشركات محفظة جيدة وليس محفظة نظيفة (Cowton, 1999, p102). عادة تطبق صناديق الاستثمار المسؤولة مزجا بين الفحصين (Renneboog & al., 2008, p1728).

في حالة المنطقة الأوروبية نلاحظ من خلال الشكل 4 نمو مستمر في عملية الفحص الإيجابي، حيث حققت نسبة نمو مركبة تفوق 20% خلال ثماني سنوات وتجاوزت قيمتها 585 مليار يورو سنة 2017، وبقابلة نمو عملية الفحص الإيجابي بنمو عملية الفحص السلبي (الشكل 1) يمكن أن نقترح أن أحد أسباب التراجع في عملية الفحص السلبي خلال السنتين 2016 و 2017 هو التوسع في عملية الفحص الإيجابي خلال نفس الفترة؛ وهو احتمال وارد من منطلق أن اليوروسيف أقر بتفضيل المستثمرين لهذه الاستراتيجية (Eurosif, 2018, p17).

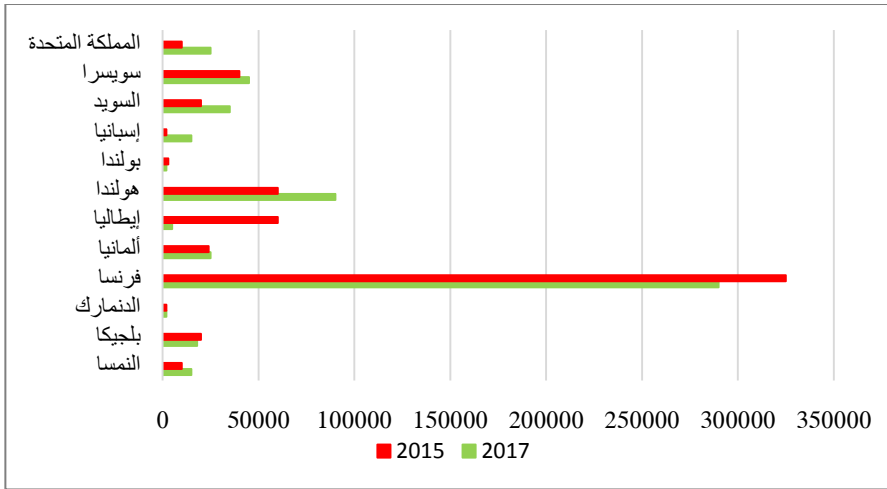
الشكل 4: تطور إستراتيجية الفحص الإيجابي في أوروبا خلال الفترة 2009-2017



المصدر: (Eurosif, 2018, p20).

أما فيما يخص نمو إستراتيجية الفحص الإيجابي في كل بلد أوروبي نلاحظ إتجاه نمو إيجابي في أغلب الدول الأوروبية باستثناء إيطاليا وبولندا، مع تسجيل إستقرار في الدنمارك. بالنسبة لفرنسا صرحت اليوروسيف أن الانخفاض في تطبيق الفحص قدر ب 8% خلال سنتي 2015 و 2017 (Eurosif, 2018, p17) ولذلك نعتبر اتجاه تطبيق الاستراتيجية إيجابي-بالرغم من التراجع- خاصة وأنها الرائدة في عملية الفحص والتي فاقت 300 مليار يورو سنة 2015.

الشكل 5: تطور إستراتيجية الفحص الإيجابي في عدة بلدان أوروبية خلال سنتي 2015 و 2017



المصدر: (Eurosif, 2018, p18).

### 3.2.3 إستراتيجية التصويت والمشاركة

أو التأثير على الشركات من خلال الصوت (التصويت والمشاركة) (Heath & al., 2022, p2). يعتبر التصويت حق للمساهمين يستغلونه في الضغط على الشركات من أجل الإبلاغ عن أدائها البيئي والاجتماعي وتحسينه (Wagemans & al., 2013, p241) وهو بمثابة أداة تأديبية وتوجيهية لسلوك الشركات (Capannoli, 2019, p42) إلا أن استغلال حق التصويت يمكن أن يرتبط بقيود قانونية صارمة، كما يمكن أن يرتبط بنوع نشاط الشركات فهو يستهدف شركات التصنيع أكثر من شركات الخدمات والشركات الكبيرة أكثر من الشركات الصغيرة (Wagemans & al., 2013, pp241, 242)، أما

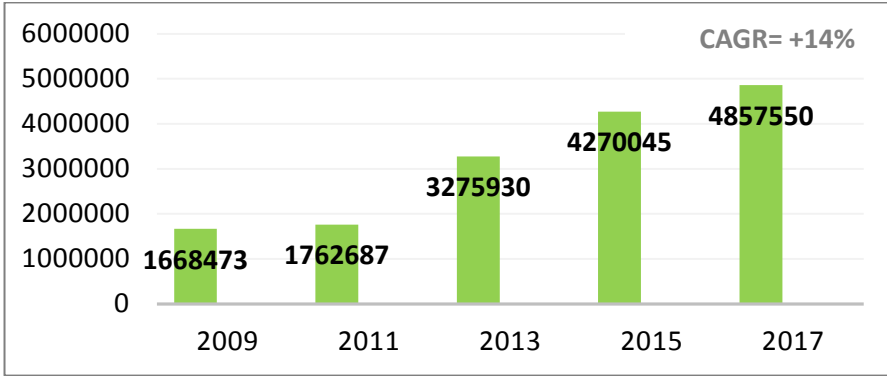


تأثير المساهم (الصندوق) من خلال المشاركة فيعبر عن استراتيجية تحفيزية تطورت كاستجابة لتطور طبيعة العلاقة بين الوسطاء والشركات حيث تشجع المشاركة الشركات على دمج الممارسات المسؤولة من خلال فتح باب الحوار ثنائي الاتجاه (Friedman & Miles, 2001, p542)، وتختلف المشاركة عن التصويت - الذي يكون في اجتماعات سنوية رسمية- في كونها طريقة غير رسمية للتأثير في سلوك الشركات تسمح بنقل مقترحات المستثمرين بشكل يقلل من الآثار السلبية المحتملة على أسعار الأسهم.

غالبا لا توجد حاجة للتصويت فالشركة عادة تستجيب لاقتراحات المساهمين (Wagemans & al., 2013, p242)، إلا أنه يبقى وجود احتمال رفض اقتراح المساهم من خلال الحوار وكرد فعل سيلجئ المساهم إلى استغلال حقه في التصويت، بالرغم من ذلك قد ترفض أيضا الشركات اقتراح التصويت، وفي هذه الحالة ستصل استراتيجية المشاركة إلى مرحلة متطورة تتمثل في بديلين: إما سحب المساهم لاستثماراته من هذه الشركات أو تبنيه لحملات معارضة لسياسة الشركات والتي تكون مصحوبة بحملات مقاطعة شراء المنتجات وتهدف إلى إحداث ضرر اقتصادي بها، إلى أن هذين البديلين من المحتمل ألا يحدثان التغيير السلوكي للشركات فالانسحاب يعني عدم امتلاك حصة في الشركة ومنه غياب مشاركة المساهمين في عملية صنع القرار (Capannoli, 2019, pp43,44). ما يلاحظ عليه أن استراتيجية المشاركة في مراحلها المتطورة تتداخل مع الاستراتيجية الإقصائية.

في حالة أوروبا يتضح من خلال الشكل 6 أن هذه الاستراتيجية تشكل ثاني بديل مهم لمديري الصناديق بعد الاستراتيجية الإقصائية، وقد بلغت قيمة الاستثمارات المسؤولة التي تحققت من خلال التصويت والمشاركة 4.8 تريليون يورو نهاية سنة 2017 بمعدل نمو مركب يفوق 14% خلال ثماني سنوات.

## الشكل 6: تطور إستراتيجية التصويت والمشاركة في أوروبا خلال الفترة 2009-2017

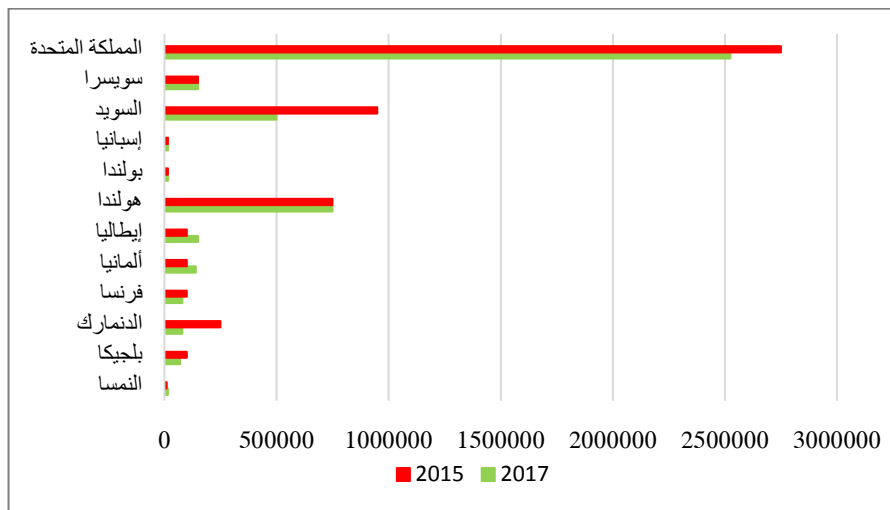


المصدر: (Eurosif, 2018, p21).

بينما يوضح الشكل 7 مقارنة بين سنتي 2015 و 2017 لتطور نمو المشاركة والتصويت في كل بلد أوروبي، نلاحظ تراجع النمو في أغلب الدول الأوروبية باستثناء ألمانيا وإيطاليا، مع تسجيل إستقرار في هولندا وسويسرا. تسيطر المملكة المتحدة على أغلب الاستثمارات المسؤولة المحققة بموجب المشاركة والتصويت حيث تجاوزت 2.8 تريليون يورو سنة 2015 وتتبعها السويد بقيمة 874 مليار يورو خلال نفس السنة؛ بالرغم من ذلك فتراجع عملية المشاركة في حدود 2.5 تريليون يورو في المملكة المتحدة سنة 2017 وإن كان هامشي إلا أنه مهم، إذ صرحت اليوروسيف ضعف فعالية المشاركة في التأثير على سلوك الشركات في المملكة المتحدة أين تم إحصاء 41% من مديري الصناديق في المملكة المتحدة الذين ليس لديهم استراتيجيات مشاركة مناسبة للتأثير على سلوك الشركات فيما يتعلق بمشاكل المناخ والتي تعتبر أهم قضايا الاستثمار المسؤول البيئية بالرغم من إدراك 89% من المديرين من أن عدم معالجة السلوك البيئي باستراتيجية مشاركة مناسبة (يقصد لا تؤثر على سمعتها ولا على أسعار أسهمها) سيؤثر بشكل كبير على تقييمات شركات النفط بالمملكة في الخمس سنوات المقبلة (Eurosif, 2018, p111).

الشكل 7: تطور إستراتيجية المشاركة والتصويت في بعض البلدان الأوروبية خلال سنتي

2015 و 2017



المصدر: (Eurosif, 2018, p22).

#### 4. خاتمة:

هدفت هذه الدراسة إلى شرح طريقة استغلال صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا لاستراتيجيتنا الفحص السلبي والإيجابي واستراتيجية المشاركة والتصويت في دمج الممارسات المسؤولة بالشركات، أين راجعت الأدبيات السابقة (مراجعة تقليدية) التي تحقق هذا الهدف ثم أشارت إلى حالة مجموعة من الدول الأوروبية المطبقة لهذه الاستراتيجيات أين خللت الدراسة محتوى تقرير اليوروسيف للاستثمار المسؤول اجتماعيا لسنة 2018 في جزئه المتعلق بمختلف الأموال التي تم تحقيقها أو إعادة توجيهها من خلال كل من استراتيجيتنا الفحص السلبي والإيجابي واستراتيجية المشاركة والتصويت، وقد توصلت الدراسة إلى أهم النتائج التالية:

- الوقوف عند تعهد رفيع المستوى "كبلوغ صفر كربون سنة 2050" الذي تبنته العديد من الدول موازاتا مع تزايد إصدار ونمو حجم أصول الصناديق المسؤولة اجتماعيا وتحويل الصناديق التقليدية إلى مسؤولة يشير إلى أن هذه الصناديق ستكون بديل في المدى الطويل عن صناديق الاستثمار التقليدية؛

- سوق الولايات المتحدة الأمريكية أقدم سوق للصناديق المسؤولة بينما السوق الأوروبي هو أهم سوق تطورت فيه هذه الصناديق وتعد المملكة المتحدة أهم سوق بالمنطقة الأوروبية؛
- الفحص أو الفرز أو الفلترة السلبية تشير إلى استراتيجية إقصائية صارمة تطبق من خلالها صناديق الاستثمار شاشات فحص سلبية بينما يشير الفحص أو الفرز أو الفلترة الإيجابية إلى استراتيجية أقل صرامة تطبق من خلالها صناديق الاستثمار شاشات فحص إيجابية؛
- تسيطر سويسرا والمملكة المتحدة على أغلب الأموال المحققة بموجب استراتيجية الفحص السلبي، بينما تستحوذ فرنسا والمملكة المتحدة على الأموال المحققة بموجب استراتيجية الفحص الإيجابي واستراتيجية المشاركة والتصويت على التوالي؛
- ينجح ضغط صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا من خلال استراتيجية الفحص السلبي في دمج الممارسات المسؤولة بالشركات، لأن هذه الأخيرة تدرك أن عملية إقصائها من عالم الاستثمار سيؤثر على سمعتها لدى مختلف أصحاب المصلحة وهو ما لا يدعم هدفها الربحي، ما يدفعها إلى تغيير أو تحسين سلوكها البيئي والاجتماعي والحوكمي؛
- الاستراتيجية الإقصائية وإن كانت صارمة وربما لن تحدث التأثير المرتبط بإعادة توجيه سلوك الشركة إلى أنها استراتيجية حتمية تستهدف الشركات ذات التجاوزات المناخية الخطيرة؛
- تسعى صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا من خلال استراتيجية الفحص الإيجابي إلى دمج الممارسات المسؤولة بقطاع الشركات الحساس (قطاع الطاقة) - الذي سيتسبب إقصائه نهائيا (استراتيجية الفحص السلبي) من عالم الاستثمار في التأثير سلبا على كل من سمعة الشركات وعوائد صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا - من خلال اختيار أفضل الشركات التي تبدي أداء اجتماعي أفضل مقارنة بغيرها من الشركات التي تتشط في نفس المجال بشكل توازن فيه الصناديق المسؤولة بين هدفها المالي والاجتماعي؛
- المشاركة والتصويت استراتيجية تحفيزية تستهدف التأثير على قرارات الشركة بطريقة غير مباشرة من خلال "حوار المساهمين" أو مباشرة من خلال تصويت المساهم لصالح الممارسات المسؤولة؛

- تطبيق صناديق الاستثمار المسؤول اجتماعيا مزجا بين عدة استراتيجيات لكي ينجح في إعادة توجيه سلوك الشركات لصالح الممارسات المسؤولة، ويتوقف اختيار هذه الاستراتيجيات على المنطقة الجغرافية ونوع القطاع المستهدف.

#### مقترحات الدراسة:

بناء على نتائج هذه الدراسة وإسهامات الدراسات السابقة، يقترح المؤلفان على البحوث المستقبلية الانطلاق من الفكرة المالية بهدف بناء نتائج تكمل ما توصلت إليه هذه الدراسة.

مجموع الاستراتيجيات التي تطبقها صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا سبعة (حسب تصنيف اليوروسيف)، إضافة إلى ما تناولته هذه الدراسة نعدّد أيضا: إستراتيجية الفرز على أساس المعايير (Norms-based screening strategy)، إستراتيجية الاستثمار المؤثر (Impact investing strategy)، إستراتيجية تكامل معايير (ESG) (ESG integration strategy)، إستراتيجية الاستثمار تحت عنوان الاستدامة (Sustainability themed investment strategy)، وبالرغم من أن العديد من الدراسات تناولت الاستراتيجيات السبعة إلا أن المطلّع عليها سيلاحظ التداخل الكبير جدا بينها والأمر يتعلق خاصة بكل من استراتيجيات المعايير واستراتيجية الفحص الإيجابي واستراتيجية الاستثمار تحت عنوان الاستدامة، لذا نقترح على الدراسات المستقبلية - وعض تحليل كل استراتيجية بشكل منفرد- مقارنة الاستراتيجيات الثلاثة وتحديد أوجه الاختلاف لكي يتضح الفصل بينها.

#### 5. قائمة المراجع:

العابد لزهري، (2014)، التعلم من أزمة المسؤولية الاجتماعية حالة شركة NIKE مجلة الدراسات الاقتصادية، 89-114.

سهى نبيل السنيح، (2014)، تكوين محفظة إستثمارية لشركات ذات مسؤولية إجتماعية والشركات الإسلامية، دراسة عملية على سوق الأسهم السعودي قسم الدراسات العليا، كلية الإقتصاد، جامعة دمشق، سوريا.

Adam, A. M., & Shavit, T, (2008), How can a ratings-based method for assessing corporate social responsibility (CSR) provide an incentive to firms excluded from socially responsible investment indices to invest in CSR? *Journal of Business Ethics*, 82, 899-905.

- Alda, M., (2021), *The environmental social and governance (ESG) dimension of firms in which social responsible investment (SRI) and conventional pension funds invest: The mainstream SRI and the ESG inclusion. Journal of Cleaner Production*, 298, 126812.
- Ambert, A. M., Adler, P. A., Adler, P., & Detzner, D. F. (1995). *Understanding and evaluating qualitative research. Journal of Marriage and the Family*, 879-893.
- Badía, G., Cortez, M. C, & Ferruz, L, (2020), *Socially responsible investing worldwide: Do markets value corporate social responsibility? Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(6), 2751-2764.
- Berry, T. C., & Junkus, J. C, (2013), *Socially Responsible Investing: An Investor Perspective, Journal of Business Ethics*, 112, 707–720.
- Brzezczynski, J., & McIntosh, G, (2014), *Performance of Portfolios Composed of British SRI Stocks, Journal of Business Ethics*, 120, 335–362.
- Camilleri, M. A, (2021), *The market for socially responsible investing: A review of the developments, Social Responsibility Journal*, 17(3), 412-428.
- Capannoli, M, (2019), *A theoretical and empirical review of socially responsible investments.*
- Charfeddine, L., Najah, A., & Teulon, F., (2016), *Socially responsible investing and Islamic funds: New perspectives for portfolio allocation. Research in International Business and Finance*, 36, 351–361.
- Charlo, M. J., Moya, I., & Muñoz, M., (2015). *Sustainable development and corporate financial performance: A study based on the FTSE4Good IBEX index. Business Strategy and the Environment*, 24(4), 277–288.
- Cowton, C. J. (2018). *Socially responsible investing. The Cambridge handbook of psychology and economic behaviour*, 285-304.
- Eurosif, (2016), *European SRI study*, 1–108.
- Eurosif, (2018), *European SRI study*, 1-114.
- Friedman, A. L., & Miles, S. (2001), *Socially responsible investment and corporate social and environmental reporting in the UK: An explanatory study. British Accounting Review*, 33(4), 523–548.
- GSIA. (2021), *Global sustainable investment review 2020*, [www.robeco.com](http://www.robeco.com).

- Heath, D., Macciocchi, D., Michaely, R., & Ringgenberg, M. C. (2021), *Does socially responsible investing change firm behavior? European Corporate Governance Institute–Finance Working Paper*, (762).
- Hill, R. P., Ainscough, T., Shank, T., & Manullang, D. (2007), *Corporate social responsibility and socially responsible investing: A global perspective*, *Journal of Business Ethics*, 70, 165–174.
- Ielasi, F., & Rossolini, M. (2019), *Responsible or Thematic? The True Nature of Sustainability-Themed Mutual Funds*, *Sustainability*, 11(12), 3304.
- Jain, M., Sharma, G. D., & Srivastava, M. (2019). *Can sustainable investment yield better financial returns: A comparative study of ESG indices and MSCI indices*. *Risks*, 7(1), 15.
- Jamróz, P., (2017), *Struktura rynku funduszy społecznie odpowiedzialnych w wybranych krajach europejskich*, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 89 (2), 79-88.
- Jedy, P., & S.B. Kamashetty, (2021), *Investing in Socially Responsible Mutual Funds as a means of sustainable development*, *International Journal of Creativz Research Thoughts*, 9(1), 29–37.
- Jones, S., van der Laan, S., Frost, G., & Loftus, J., (2008), *The Investment Performance of Socially Responsible Investment Funds in Australia*. *Journal of Business Ethics*, 80, 181–203.
- Kraiem, N, (2010), *The evolution of sustainability reporting in the Finnish oil and energy sector-The case of Neste Oil Corporation*, *Department of Management Studies, Accounting and Finance, University of Tampere, finland*.
- Lean, H. H., Ang, W. R., & Smyth, R. (2015), *Performance and performance persistence of socially responsible investment funds in Europe and North America*, *North American Journal of Economics and Finance*, 34, 254–266.
- Lee, D. D., Humphrey, J. E., Benson, K. L., & Ahn, J. Y. K, (2010), *Socially responsible investment fund performance: The impact of screening intensity*. *Accounting and Finance*, 50(2), 351–370.
- Li, Z. F., Patel, S., & Ramani, S, (2021), *The Role of Mutual Funds in Corporate Social Responsibility*, *Journal of Business Ethics*, 174, 715–737.
- Lin, C. H., Yang, H. L, & Liou, D. Y, (2009), *The impact of corporate social responsibility on financial performance: Evidence from business in Taiwan*. *Technology in society*, 31(1), 56-63.

- López, M. V., Garcia, A., & Rodriguez, L. (2007), *Sustainable development and corporate performance: A study based on the Dow Jones sustainability index*, *Journal of Business Ethics*, 75, 285–300.
- López-Arceiz, F. J., Bellostas-Pérezgrueso, A. J., & Moneva, J. M. (2018), *Evaluation of the Cultural Environment's Impact on the Performance of the Socially Responsible Investment Funds*, *Journal of Business Ethics*, 150, 259–278.
- Losse, M., & Geissdoerfer, M. (2021), *Mapping socially responsible investing: A bibliometric and citation network analysis*, *Journal of cleaner production*, 296, 126376.
- Mackey, A., Mackey, T. B., & Barney, J. B. (2007), *Corporate social responsibility and firm performance: Investor preferences and corporate strategies*, *Academy of Management Review*, 32(3), 817–835.
- Morningstar, (2022), *Global Sustainable Fund Flows: Q1 2022 in Review* Flows and assets slip but prove resilient amid market uncertainty.
- Mubarok, A. (2022), *investasi Eis (ethical investment) Konsep, Dasar Pertimbangan Dan Pendekatan*, *Jesya, Jurnal Ekonomi & Ekonomi Syariah*, 5(1), 766–783.
- Niblock, S. J., Costa, B. A., Jakob, K., & Sinnewe, E. (2020), *Risk-adjusted returns of socially responsible mutual funds II: How do they stack up in Australia? The Journal of Investing*, 29(2), 80-97.
- Nofsinger, J., & Varma, A. (2014), *Socially responsible funds and market crises*, *Journal of Banking and Finance*, 48, 180–193.
- Petrillo, A., Felice, F. de, García-Melón, M., & Pérez-Gladish, B. (2016), *Investing in socially responsible mutual funds: Proposal of non-financial ranking in Italian market*, *Research in International Business and Finance*, 37, 541–555.
- Renneboog, L., ter Horst, J., & Zhang, C. (2008), *The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds*. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 302–322.
- Renneboog, L., ter Horst, J., & Zhang, C. (2008), *Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior*, *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1723–1742.
- Renneboog, L., ter Horst, J., & Zhang, C. (2011), *Is ethical money financially smart? Nonfinancial attributes and money flows of socially responsible investment funds*, *Journal of Financial Intermediation*, 20(4), 562–588.



- Schröder, M. (2004), *The performance of socially responsible investments: Investment funds and indices*, *Financial Markets and Portfolio Management*, 18(2), 122–142.
- Silvola, H., & Landau, T, (2021), *Sustainable Investing: Beating the Market with ESG*, Palgrave Macmillan.
- Statman, M. (2000), *Socially responsible mutual funds (corrected)*, *Financial Analysts Journal*, 56(3), 30-39.
- Sulik-Górecka, A, & Rubik, J (2017), *Development trends of socially responsible investment funds, View from Poland*. *Global Journal of Business, Economics and Management: Current*, (7), 3.
- Von Wallis, M., & Klein, C. (2015), *Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing*. *Business Research*, 8, 61-98.
- Wagemans, F. A., Koppen, C. K. V., & Mol, A. P. (2013), *The effectiveness of socially responsible investment: a review*, *Journal of Integrative Environmental Sciences*, 10(3-4), 235-252.